

Decisões de Financiamento via Mercado de Capitais no Período 2004–2006

ANDRÉ ALBUQUERQUE SANT'ANNA*

RESUMO Nos últimos anos, o mercado de capitais brasileiro, a exemplo do que já vinha ocorrendo em diversas regiões do mundo, apresentou um sensível desenvolvimento. Esse desempenho está, em boa medida, relacionado à expansão da liquidez internacional e à trajetória de melhoria nas condições externas da economia brasileira. Tendo em vista a importância desse mercado como fonte de recursos de longo prazo para as empresas, este trabalho destina-se a identificar as razões de ordem microeconômica que levaram as empresas a emitir debêntures e ações entre 2004 e 2006. Utilizando uma análise com base em dados de painel para 122 empresas, conclui-se que ainda é cedo para afirmar que o mercado de capitais está diante de uma trajetória que o levará em breve a ser uma alternativa consistente de financiamento a investimentos de prazo mais longo, como os destinados a ativo fixo. De fato, a maior parte das operações ainda se destina à reestruturação de dívidas, fusões e aquisições e capital de giro.

ABSTRACT *The Brazilian capital market had presented a perceivable development over last years, following the example of several worldwide regions. Somehow, this performance is related to the expansion of international liquidity and also to the improvement of external conditions in the Brazilian economy. Pursuant to the importance of this market as a long-term funding resource to the companies, this work is earmarked to identify the microeconomic reasons that led the companies to issue debentures and shares from 2004 to 2006. Using an analysis based on panel data for 122 companies, it is ahead of time to affirm that the capital market will be a constant financing alternative to long-term investments, like those investments earmarked to the fixed assets. Indeed, most part of such operations is intended to restructure debts, mergers and acquisitions and working capital.*

* Economista do BNDES.

O autor agradece os comentários de Antonio Marcos Ambrózio, Marcelo Machado Nascimento e Ricardo Câmara Leal e de dois pareceristas anônimos. Naturalmente, os erros remanescentes são de responsabilidade do autor.

1. Introdução

Mercados de capitais são, particularmente nos países desenvolvidos, mecanismos importantes de financiamento de longo prazo das empresas. Nas últimas décadas, vêm adquirindo ainda mais relevância, mesmo em países com tradição em mercados de capitais, como Estados Unidos e Inglaterra. Alguns fatores contribuíram para esse movimento, entre os quais podem ser destacados: as mudanças de natureza regulatória e a revolução nas telecomunicações; o aumento da liquidez global; as baixas taxas de juros internacionais; e a redução das margens de risco (*spread*); e a busca de ativos mais rentáveis pelos investidores.¹

Como afirma Caballero (2006), há uma escassez de ativos de qualidade no mundo. Com isso, o Brasil, a partir de 2005, deixou de ser uma das exceções ao cenário mundial de expansão. Como se pode ver na Tabela 1, o mercado de capitais registrou, em 2007, os maiores valores de emissões primárias de toda sua história. De acordo com a Comissão de Valores Mobiliários (CVM), foram lançados R\$ 131,3 bilhões em títulos privados de renda fixa e variável, um crescimento real de 10% em relação ao ano anterior.

TABELA 1

Emissões Primárias Registradas

(Em R\$ Milhões – Dezembro de 2007)*

ANO	AÇÕES	DEBÊNTURES	NOTAS PROMISSÓRIAS	FIDIC**	OUTROS	TOTAL
2000	2.425	15.043	13.053	–	2.296	32.816
2001	2.196	24.602	8.545	–	2.300	37.643
2002	1.583	22.056	5.841	301	2.390	32.171
2003	308	7.074	2.850	2.062	1.677	13.972
2004	5.541	11.780	2.746	6.291	3.656	30.015
2005	5.192	47.300	2.997	9.769	5.115	70.373
2006	15.313	74.840	5.687	13.766	9.087	118.693
2007	33.201	46.534	9.726	9.962	31.883	131.305

Fonte: Comissão de Valores Mobiliários (CVM).

* Valores corrigidos pelo IPCA.

** Fundos de Investimento em Direitos Creditórios.

1 Artus et al. (2008) apresentam uma lista desses fatores e os relacionam a uma situação macroeconômica instável, que resultou na atual crise financeira global.

Além da elevada taxa de crescimento, uma segunda característica do mercado de capitais em 2007 foi o fato de sua expansão ter sido um fenômeno geral, afetando todos os segmentos supervisionados pela CVM. Em 2005, o crescimento esteve centrado em debêntures e, em menor escala, nos Fundos de Investimento em Direitos Creditórios (FIDC). A partir de 2006 e, sobretudo, em 2007, ganharam destaque as emissões de ações.

Diante desse fato, o trabalho centra-se no estudo da evolução recente do mercado de capitais, com foco especial sobre a evolução das emissões de debêntures e ações. Tendo em vista a importância do mercado de capitais como fonte de recursos para as empresas, este artigo destina-se a identificar as razões de ordem microeconômica que levaram as empresas a emitirem debêntures e ações entre 2004 e 2006.

Para tal, este trabalho divide-se em três seções, além desta introdução. A segunda seção apresenta as características gerais das emissões recentes de ações e debêntures. A terceira seção aborda as emissões da perspectiva de financiamento das empresas. Nessa seção, são abordadas as teorias que procuram explicar o que afeta as decisões relativas à adoção de uma determinada estrutura de capital pela empresa. Em seguida, é realizado um teste empírico com o objetivo de avaliar quais variáveis representam as principais determinantes na decisão de captação de recursos em mercados de capitais pelas empresas. Por fim, a última seção apresenta as conclusões.

2. Características Gerais das Emissões Primárias

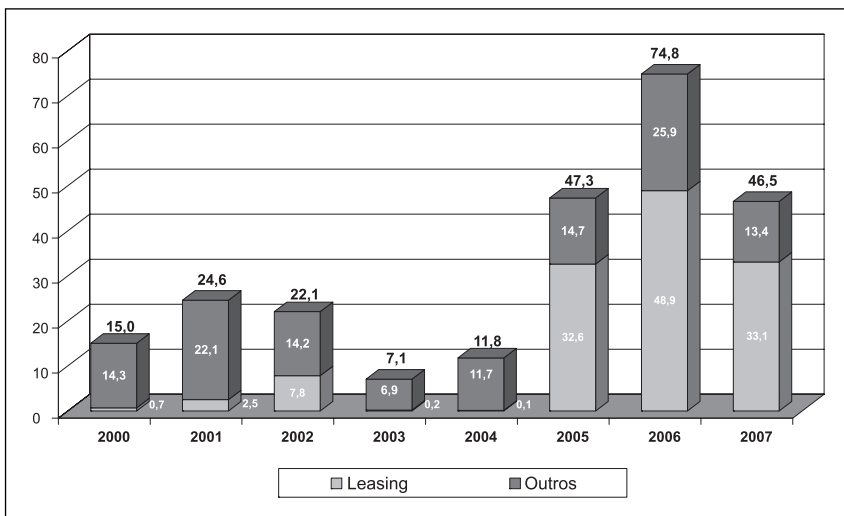
Emissões Primárias de Debêntures

Uma das características marcantes da evolução recente do mercado de debêntures é a elevada presença de lançamentos de empresas de *leasing*. Como se pode ver no Gráfico 1, esse setor, depois de ter apresentado um desempenho residual em 2003 e 2004, liderou as emissões nos dois anos seguintes: R\$ 32,6 bilhões, em 2005; R\$ 48,9 bilhões, em 2006; e R\$ 33,1 bilhões, em 2007, o que corresponde a 72,2%, 67,2% e 71,1% do total de lançamentos, respectivamente.

GRÁFICO 1

Emissões Primárias de Debêntures: 2000–2007

(Em R\$ Bilhões de 2007)*



Fonte: *Elaboração própria, com base em dados da Comissão de Valores Mobiliários.*

* Corrigidos pelo IPCA.

Como as *leasings* mais importantes pertencem a conglomerados comandados pelos grandes bancos comerciais, as características dessas emissões obedecem a uma lógica de captação de recursos e a um cálculo de risco diferente dos lançamentos das demais empresas não-financeiras. Por esse motivo, neste trabalho somente serão analisadas as emissões das empresas não-financeiras.

Após 2003, o desempenho do mercado de debêntures para empresas não-financeiras apresentou significativa recuperação. Entre outros fatores responsáveis por esse incremento na demanda por títulos de dívida corporativa, merecem destaque: a trajetória de queda das taxas básicas de juros, o estímulo fiscal a alongamento de prazos dos fundos de investimento e, finalmente, os esforços para conferir maior transparência ao mercado.

Com relação aos juros, o ano de 2006 foi caracterizado pela queda contínua da taxa Selic, que iniciou o período a 18% a.a. e terminou a 13,25% a.a. Como debêntures pagam juros, em geral superiores à taxa DI, houve um acréscimo na demanda por esse tipo de título que se refletiu, por exemplo, em maior participação de debêntures nos ativos dos fundos de investimento, passando de 3,93% para 4,62% entre 2005 e 2006, representando uma demanda adicional de R\$ 13,9 bilhões em 2006.

No que diz respeito ao estímulo fiscal, a Receita Federal editou uma Instrução Normativa, em 30.12.2004, estabelecendo uma diferenciação de tratamento entre os fundos de investimento de curto prazo e os de longo prazo. Foi instituída uma vantagem tributária à manutenção de carteiras com prazos médios superiores a 365 dias. Como as debêntures têm prazos bem superiores a um ano, a demanda por esses títulos foi bastante beneficiada por esse mecanismo. De dezembro de 2004 a dezembro de 2006, o valor total aplicado em debêntures pelos fundos cresceu 155%.

Por fim, tem havido um esforço de padronização das regras de emissões de debêntures, implementado por instituições como CVM, Associação Nacional dos Bancos de Investimento (ANBID) e Associação Nacional das Instituições do Mercado Financeiro (Andima). Esses esforços visam conferir maior transparência e mais segurança aos investidores e, por conseguinte, maior liquidez ao mercado.

Outra característica importante é a concentração das emissões. No período em análise, as três maiores emissões, excluindo-se as de empresas de *leasing*, responderam por mais de um terço do valor total dos lançamentos anuais, como mostra a Tabela 2. A exceção foi em 2003, quando este indicador chegou a dois terços, em virtude da crise associada à eleição presidencial no ano anterior. Em termos reais, a média de 2006, R\$ 720 milhões, foi um pouco superior à do restante do período, em virtude de uma única operação, de R\$ 5,9 bilhões.

TABELA 2

Empresas Emissoras, Volume Médio e Concentração de Debêntures *Ex-Leasing*

	NÚMERO DE EMISSORAS	VOLUME MÉDIO*	PARTICIPAÇÃO DAS 3 MAIORES EMISSÕES
2000	34	422	37%
2001	35	631	39%
2002	21	677	36%
2003	15	458	66%
2004	34	343	35%
2005	29	506	27%
2006	36	720	40%
2007	35	384	33%

Fonte: *Elaboração própria, com base em dados da Comissão de Valores Imobiliários (CVM).*

* Em R\$ milhões de dezembro de 2007, corrigidos pelo IPCA.

Tendo em vista que a emissão de debêntures envolve custos elevados, na prática apenas empresas de grande porte envolvidas em grandes emissões fazem uso desse tipo de captação. Como se pode ver na Tabela 2, em 2007, somente 35 empresas não-*leasing* emitiram debêntures. No entanto, esse número não é muito superior à média alcançada nos anos anteriores, particularmente desconsiderando-se 2002 e 2003, anos de crise.

Além de concentradas em um número relativamente pequeno de empresas, as debêntures mantêm-se pouco atrativas para emissores que queiram comprometer-se com investimentos de longo prazo. Isto porque 95% das emissões em 2006 foram indexadas à taxa de depósitos interbancários (DI). São duas as principais razões para esse comportamento: ainda há memória recente dos choques de juros e há uma grande oferta de substitutivos próximos – títulos públicos atrelados à taxa Selic que gozam de elevada liquidez. Debêntures indexadas a DI são uma forma de minimizar esses dois tipos de risco. Se houver choque de juros, como a taxa DI acompanha a taxa Selic, não há perda de valor do título para o tomador. Além disso, como pagam ligeiramente acima da taxa DI, esses títulos representam uma alternativa de rentabilidade frente aos títulos públicos indexados à Selic, que contam com maior liquidez e segurança. Embora seja interessante para o comprador, a indexação à taxa DI torna esse tipo de financiamento mais arriscado para investimentos de longo prazo, já que o risco de variações da taxa de juros é integralmente assumido pelo emissor.

Emissões Primárias de Ações

Assim como vem ocorrendo com debêntures, as empresas vêm fazendo cada vez mais uso do lançamento de ações como forma de obter financiamento de longo prazo. Nesse sentido, o número de registros de oferta primária de ações aumentou em quase 700%,² passando de 6 em 2000 para 46 nos primeiros nove meses de 2007. O valor dessas emissões, por sua vez, passou de R\$ 1,4 bilhão para R\$ 23,9 bilhões no mesmo período.

Esse incremento deve-se, em boa medida, ao maior interesse de investidores externos,³ sobretudo nas operações de abertura de capital. A entrada líquida de recursos estrangeiros no mercado de ações atingiu US\$ 26 bilhões

2 Nas emissões primárias, novas ações são subscritas, e o volume captado destina-se à empresa e não aos seus acionistas prévios.

3 Acerca desse papel fundamental da liquidez internacional para os países da América Latina, ver Fostel e Kaminsky (2007).

em 2007 – o maior valor da história recente (Tabela 3). Em particular, nas operações de abertura de capital, a participação dos investidores estrangeiros subiu de 60%, em 2005, para 73%, em 2007. Em consequência, o volume de ações de empresas brasileiras transacionadas por investidores estrangeiros passou de US\$ 18 bilhões, em 2003, para US\$ 95 bilhões, em 2006 e já atingiu US\$ 115 bilhões de janeiro a setembro de 2007.

TABELA 3

Investimento Estrangeiro em Ações de Companhias Brasileiras
(Em US\$ Milhões)

ANO	FLUXO LÍQUIDO DE INVESTIMENTO ESTRANGEIRO EM AÇÕES DE COMPANHIAS BRASILEIRAS
1999	2.572
2000	3.076
2001	2.481
2002	1.981
2003	2.973
2004	2.081
2005	6.451
2006	7.716
2007	26.217

Fonte: Banco Central do Brasil (Bacen).

Além dos estrangeiros, os investidores nacionais também aumentaram suas aplicações na Bolsa. Neto (2007) aponta três causas principais para o crescimento da demanda por ações: a) a estabilidade econômica, que garante maior previsibilidade ao cálculo econômico; b) a mudança de hábito e mentalidade dos agentes econômicos; de um lado, as empresas passaram a preferir captar por meio de emissão de ações e, de outro lado, os investidores institucionais e pessoas físicas migraram de aplicações de renda fixa para renda variável; e c) um aprimoramento institucional adotado pela CVM e Bovespa em direção a regras mais rígidas de Governança Corporativa, sobretudo no Novo Mercado,⁴ que reduzem os custos de informação e protegem o direito dos minoritários.

4 Segmento em que as empresas se comprometem voluntariamente, entre outras obrigações, com a adoção de práticas de governança corporativa adicionais ao exigido na legislação. Além desse segmento, há, na Bovespa, outros três segmentos – Tradicional, Nível 1 e Nível 2 –, em que a proteção ao investidor é menor do que a do Novo Mercado.

Com relação aos principais setores emissores, destacam-se construção civil, alimentos, energia elétrica e instituições financeiras, como mostra a Tabela 4, que responderam por 66,5% das emissões realizadas desde 2004 e 79,8% em 2007.

TABELA 4

Participação Setorial no Valor das Emissões Primárias de Ações
(Em %)

SETOR	2004	2005	2006	2007	ACUMULADO 2004-2007
Construção Civil e Exploração de Imóveis	—	11,70	31,90	32,40	28,10
Alimentos	—	20,70	6,50	14,10	11,60
Energia Elétrica	17,50	28,10	22,50	6,60	13,20
Instituições Financeiras	4,40	—	—	18,70	11,40
Químicos	25,40	—	—	0,60	6,40
Transporte	26,50	17,60	3,10	—	4,20
Mineração	—	—	8,30	—	2,10
Outros	26,20	21,90	27,70	27,50	23,00
Total	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00

Fonte: *Elaboração própria, com base em dados da CVM e da classificação setorial da Bovespa.*

O setor imobiliário só passou a participar mais ativamente das emissões a partir de 2005; em 2007, entretanto, passou a 32,4% do valor das emissões. Isso porque as empresas de construção civil adotaram uma estratégia competitiva agressiva, voltada no curto prazo para a compra de terrenos para incorporação, a fim de se adiantarem à demanda esperada. Diante da redução da taxa de juros, há a expectativa de que o mercado imobiliário brasileiro mantenha uma trajetória de crescimento elevado, a exemplo do que ocorreu em situações semelhantes no México e na Espanha.

No setor alimentício, dois elementos distintos explicam o crescimento das emissões. No caso de carnes e derivados, está em marcha um processo de consolidação do setor, que vem sendo feito através de operações de fusões e aquisições. Outra razão para o aumento das captações é o potencial de expansão das empresas de açúcar e álcool, em razão das perspectivas relacionadas a maior utilização de biocombustíveis em todo o mundo.

As empresas de energia elétrica tradicionalmente utilizam-se dos lançamentos em bolsa como forma de reduzir seu nível de alavancagem, mas nos últimos anos também o fizeram para financiar investimentos.

Por sua vez, o setor financeiro tem aproveitado a elevação de liquidez para colocar ações. Alguns bancos de pequeno e médio portes, especializados no crédito ao consumidor e às pequenas e médias empresas, vêm utilizando essas emissões para garantir o capital próprio requerido para sustentar suas operações de crédito em forte crescimento.

Diante da significativa expansão das captações de recursos no mercado de capitais nacional, cabe buscar as razões apontadas pela teoria para as decisões de financiamento das empresas. Esse é o tema da próxima seção.

3. Decisão de Financiamento das Empresas

Em 1958, Modigliani e Miller (MM) propuseram um teorema que estabelece, dadas algumas hipóteses básicas, a irrelevância entre formas alternativas de financiamento para uma empresa. Nesse sentido, financiar-se com recursos próprios ou de terceiros seria apenas uma questão de preferência dos gestores. Essa abordagem é, obviamente, limitada e, portanto, logo surgiram teorias alternativas. Os próprios autores apresentaram, em 1963, uma versão alternativa da teoria em que algumas hipóteses relativas à cobrança de impostos são relaxadas.

A partir daí, uma série de abordagens alternativas acerca da estrutura de capital de uma firma se desenvolveu ao longo dos anos. Na linha de MM, a teoria do *trade-off* considera que há fatores que atuam em direção a uma estrutura de capital mais pautada em endividamento e outros que favorecem maior peso para o capital próprio. De um lado, as economias fiscais decorrentes da dedução do pagamento de juros do imposto de renda estimulam as empresas a acumularem mais dívida. De outro lado, quanto maior o nível de endividamento, maiores são os riscos de falência e, com isso, maior passa a ser o custo marginal da dívida.

Embora o custo de capital de terceiros seja usualmente considerado mais barato que o próprio, há alguns fatores que impedem a adoção de uma estrutura de capital baseada exclusivamente em dívida de terceiros. Ao contratar uma dívida, uma empresa assume um compromisso de pagar um fluxo de recursos para seus credores. Com isso, quanto mais dívidas, maior o risco

financeiro da empresa, o que leva os credores a aumentarem o custo da dívida. Por conta disso, como ressaltam Ross et al. (2007), há uma tendência de que essas empresas subinvistam, uma vez que os acionistas temem realizar investimentos apenas para pagar aos seus credores.

Diante da assimetria de informações entre administradores e os demais participantes do mercado, Myers (1984) propôs a teoria do *pecking order*. Nessa teoria, em razão de os agentes perceberem a emissão de ações como uma tentativa de repartição de riscos por parte dos administradores de uma empresa em situação difícil, a emissão de ações torna-se a última opção de uma empresa que busca captar recursos. Ao contrário, quando as perspectivas futuras são boas, os acionistas não teriam incentivos a emitir ações e angariar novos sócios. Nesse caso, a melhor perspectiva é se financiar por meio de dívidas. Finalmente, para essa teoria, a melhor opção, em virtude do baixo custo associado, é a utilização de lucros retidos como forma de se financiar.

Ainda referindo-se a assimetrias de informação, Tirole (2008) chama a atenção para a existência de custos de agência e dificuldade para acessar fundos por parte das firmas. Daí decorre que há uma demanda por liquidez relacionada às dificuldades que uma empresa pode enfrentar para se refinaranciar a um custo acessível em momentos de falta de liquidez no mercado. Nesse sentido, as empresas podem acumular ativos líquidos acima de suas necessidades a fim de, em momentos de dificuldades, terem a capacidade de manter seus projetos de investimento [Holmström e Tirole (2001)].

Por fim, conforme ressaltam Prates e Leal (2005), há ainda a possibilidade de as empresas utilizarem tanto o mercado de dívidas quanto o de ações quando houver uma janela de oportunidade. Nessa estratégia, denominada *market timing*, a empresa pode captar recursos mesmo que não exista uma oportunidade de investimento à vista.

No Brasil, algumas pesquisas foram realizadas com o intuito de avaliar qual o fator preponderante na determinação da estrutura de capital. Segundo Zornschain (1998), a principal forma de financiamento adotada pelas empresas nacionais seria o autofinanciamento. Gomes e Leal (2000) também corroboram a hipótese de *pecking order*. Já os resultados de Eid Jr. (1996) apontam para a predominância da hipótese de *market timing*. Por fim, Prates e Leal (2005), em sua análise, identificam a teoria do *trade-off* como a predominante. Ressalte-se, contudo, que o fato de as pesquisas apresentarem resultados tão díspares deve-se, em boa medida, às diferentes metodologias e dados utilizados e ao período de análise, que varia significativamente.

4. Análise dos Determinantes Microeconômicos das Decisões

Há estudos que procuram analisar como as empresas financiam seus investimentos em capital fixo. Fazzari et al. (1998), por exemplo, mostram que quando se trata de financiar investimentos em capital fixo, as empresas norte-americanas recorrem, sobretudo, a lucros retidos. Esse resultado é compartilhado por Aglietta (1995), que revela que o mesmo resultado vale para as empresas de países da OCDE. No entanto, há poucos estudos que procuram compreender o que motiva uma empresa a captar recursos no mercado de capitais.

Um trabalho que realiza esse tipo de pesquisa é o de Pagano et al. (1998), que buscam entender os determinantes das decisões de abertura de capital de empresas italianas. Os autores mostram que, para as empresas que abrem seu capital, a relevância dos investimentos em capital fixo é muito pequena, tanto no que se refere aos investimentos passados, quanto, e sobretudo, aos investimentos futuros. Naquele estudo, as variáveis mais importantes na decisão de se tornar pública são: a lucratividade, o nível de vendas, o índice *market-to-book* do setor e o crescimento da empresa. O estudo de Pagano é o que mais se assemelha à estratégia utilizada neste artigo. A diferença é que, aqui, o intuito é identificar padrões tanto para as empresas emissoras de títulos de dívida, como para as emissoras de ações.

Ao emitir títulos de dívida – como debêntures – ou ampliar seu capital por meio de um lançamento de ações, uma empresa capta recursos e deve decidir qual a melhor destinação possível. Naturalmente, essa decisão varia de acordo com as características e a estratégia adotada por cada instituição. Assim, nesta seção é realizado um teste econométrico com o propósito de distinguir as principais razões de natureza microeconômica para as emissões realizadas no período 2004–2006.

Estratégia Empírica

Para este trabalho, são analisadas as empresas que emitiram debêntures e ações no período compreendido entre 2004 e 2006. Isso porque, após 2004, o mercado de capitais brasileiro passou a apresentar um crescimento significativo (Gráfico 1). Com isso, evita-se a necessidade de controle por variáveis macroeconômicas, já que a economia passou a gerar superávits em transações correntes e a se estabilizar a partir daquele ano.⁵ São anali-

5 Por essa razão, decidiu-se pela não introdução de efeitos fixos para os anos, mas apenas para as empresas.

sadas as interações entre as captações de debêntures e ações com os gastos com fusões e aquisições, capital fixo, o grau de alavancagem – medido pela relação dívida total/patrimônio líquido – e a capacidade de geração de caixa da empresa, medida pelo Ebitda. Doravante, as variáveis serão respectivamente tratadas por F&A, Capex, Div/PL e Ebitda.

Para tal, foram estimadas duas equações, uma com emissão de debêntures como variável dependente e a outra com lançamento de ações, em um modelo de dados de painel, com efeitos fixos para as empresas.⁶ Com isso, é possível realizar as regressões, controlando para variáveis específicas a cada firma, que se mantêm ao longo do tempo. As duas equações seguem a seguinte fórmula:

$$y_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 \cdot Capex_{i,t} + \alpha_2 \cdot F \& A_{i,t} + \alpha_3 \cdot Div / PL_{i,t} + \alpha_4 \cdot Ebitda_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

Como será visto na seção Resultados e Discussões, algumas defasagens temporais foram introduzidas, a fim de captar melhor os efeitos das decisões de investir em capital fixo, em uma compra de uma empresa, ou relacionadas à sua estrutura de dívida na decisão de captar recursos por meio de ações ou debêntures.

Dados Utilizados

Os dados utilizados neste estudo têm duas fontes. No que concerne às emissões, coletou-se a oferta pública de emissões primárias de debêntures e ações registradas na CVM – órgão responsável pela regulação do mercado de capitais – entre 2004 e 2006. O período de análise foi escolhido porque, como apresentado na Tabela 1, a partir de 2004, houve uma recuperação do mercado de capitais como fonte de financiamento e, nos anos seguintes, ocorreu uma mudança significativa de patamar, passando de R\$ 26,6 bilhões em 2004 para R\$ 110,2 bilhões em 2007.

Entre 2004 e 2006, houve 51 emissões primárias de ações, e 46 empresas fizeram uso desse tipo de captação. Com relação ao mercado de debêntures, foram utilizados os dados referentes a 54 empresas que emitiram títulos no período considerado.

Os dados referentes aos gastos com capital fixo, fusões e aquisições, Ebitda, dívida total e patrimônio líquido foram coletados na base de dados da Economatica.

6 *Um modelo de dados de painel incorpora variáveis em duas dimensões: temporal e, nesse caso, as empresas analisadas.*

Resultados e Discussões

A Tabela 5 mostra os resultados quando os dados são agrupados entre as 46 empresas emissoras de ações.

TABELA 5

Efeitos Microeconômicos na Decisão de Emitir Ações – *Pooled Least Squares* com Efeitos Fixos: 2004–2006

VARIÁVEL DEPENDENTE: EMIÇÃO DE AÇÕES	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)
F&A (t+1)	0.521*** (0.153)	0.224 (0.140)	0.485*** (0.153)	0.552*** (0.189)	0.557*** (0.136)		
Capex (t+1)	-0.226 (0.402)	-0.497 (0.465)	-0.093 (0.411)	-0.233 (0.447)			
Div/PL	2710.623*** (625.852)	2768.556*** (741.071)	2699.405*** (617.023)		2767.240*** (607.578)		2292.803** (1098.359)
Ebitda	-0.987*** (0.321)		-0.992*** (0.316)	-1.046** (0.394)	-1.026*** (0.308)		-0.089 (0.426)
Div/PL(t+1)			-1043.928 (830.311)	-1217.482 (1015.703)			
F&A (t-1)						0.619 (0.599)	
Capex (t-1)						-0.775 (1.284)	
Div/PL(t-1)						-943.127 (2066.519)	
Ebitda (t-1)						-1.579* (0.874)	
F&A							0.071 (0.237)
Capex							0.287 (0.610)
Nº Obs.	53	53	53	66	53	53	90
R2	0.821	0.736	0.835	0.714	0.818	0.528	0.323
R2 Ajustado	0.535	0.347	0.548	0.256	0.550	-0.228	-0.229

* Significância a 10%.

** Significância a 5%.

*** Significância a 1%.

Os valores entre parênteses indicam erros-padrão.

Em todas as regressões, o coeficiente dos gastos com fusões e aquisições (F&A) no ano posterior ao da emissão é positivo e, com exceção da coluna (2), altamente significativo. No entanto, quando os gastos com F&A são do período anterior e do mesmo ano da emissão, os resultados não são significativos. Isso quer dizer que as empresas adotam uma postura *forward looking* nas suas emissões e não que estão buscando financiar operações passadas. Corroboram os dados dos prospectos públicos de distribuição, no qual as empresas relatam esse tipo de gasto com recorrência na destinação prevista para os recursos captados.⁷

No caso dos gastos com capital fixo, no entanto, o coeficiente é negativo e sem significância estatística em todos os casos. Assim, não se pode afirmar que haja uma relação entre investimentos em capital fixo e emissão de ações.

Quanto ao grau de alavancagem, quando utilizado o do mesmo período do lançamento das ações, o coeficiente é positivo e significativo em todas as regressões. Nesse caso, as empresas que possuíam um alto grau de alavancagem no ano da emissão optaram por ampliar sua base de capital acionário a fim de reduzir a relação dívida/patrimônio líquido no período seguinte. Para os demais períodos, os coeficientes não são significativos, embora no caso da relação Div./PL em $t+1$ tenha o sinal esperado: negativo, em razão de as ações aumentarem o capital próprio.

Por fim, não se utilizou o Ebitda em $t+1$, pois não se trata de uma variável sobre a qual a empresa tenha controle de fato. Por outro lado, a geração de caixa anterior à emissão e no mesmo período apresentou um coeficiente negativo. A interpretação para esse fato baseia-se na teoria de *pecking order*, isto é, quando uma empresa tem caixa para investir, não há razão para seus acionistas buscarem novos sócios para repartir seus lucros.

A Tabela 6 apresenta os resultados das regressões, quando a variável dependente é a emissão de debêntures. A amostra, nesse caso, é de 54 empresas, ou 162 observações.

A primeira observação importante, já na equação (1), quando comparada à emissão de ações, é que a expectativa de investimentos em capital fixo e em aquisições futuras, traduzidas pelos gastos nessas rubricas no período

7 A esse respeito, ver Biancarelli (2007), que apresenta uma análise detalhada das destinações dos recursos anunciadas pelas empresas nos prospectos públicos de distribuição.

TABELA 6

**Efeitos Microeconômicos na Decisão de Emitir Debêntures –
Pooled Least Squares com Efeitos Fixos: 2004–2006**

VARIÁVEL								
DEPENDENTE:								
EMIÇÃO DE	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
DEBÊNTURES								
F&A (t+1)	-0.017 (0.078)							
Capex (t+1)	-0.026 (0.119)							
Div/PL	3.985 (719.123)	-787.237 (480.192)				-1120.749* (562.986)	-1136.961** (560.285)	-1173.835** (563.660)
Ebitda	0.014 (0.106)	0.512*** (0.063)				0.387*** (0.134)	0.237 (0.182)	
F&A		0.022 (0.036)						
Capex		-0.305** (0.136)						
F&A (t-1)			0.208*** (0.038)	0.129** (0.056)	0.093* (0.051)	0.148*** (0.039)	0.108** (0.050)	0.095* (0.050)
Capex (t-1)			2.268*** (0.267)	1.166* (0.633)	0.675 (0.563)	1.141*** (0.420)	0.703 (0.551)	0.710 (0.555)
Div/PL(t-1)			2212.621*** (1009.692)	1597.963 (1032.539)				
Ebitda (t-1)				0.545* (0.285)	0.743*** (0.256)		0.420 (0.345)	0.725*** (0.255)
Nº. Obs.	100	153	100	100	108	105	105	105
R ²	0.543	0.668	0.825	0.838	0.825	0.842	0.847	0.841
R ² Ajustado	-0.028	0.469	0.615	0.636	0.634	0.650	0.654	0.649

* Significância a 10%.

** Significância a 5%.

*** Significância a 1%.

Os valores entre parênteses indicam erros-padrão.

seguinte à emissão, não exerce influência sobre a decisão de captação de recursos por intermédio de debêntures.

Na equação (2), em que todas as variáveis independentes são do mesmo ano da variável dependente, a geração de caixa, medida pelo Ebitda, aparece como a variável mais importante, coeficiente de 0.512, estatisticamente significativo a 1%. Uma explicação possível para esse resultado pode vir pelo lado dos compradores de debêntures. Isto é, a despeito do momento de excesso de liquidez no período considerado, os demandantes preferem

comprar papéis de empresas com maior capacidade de pagamento, evidenciada pela geração de caixa.

Outra variável com coeficiente significativo e negativo é o Capex. Esse resultado vai ao encontro da análise apresentada na Seção 2, que mostra como debêntures ainda são uma forma de captação pouco atrativa para financiar investimentos de longo prazo. Nesse sentido, o resultado das regressões apenas confirma o que já se suspeitava.

Se os gastos com capital fixo e aquisições, previstos para o ano seguinte, não são muito relevantes para explicar as emissões e tampouco aqueles gastos no ano vigente das emissões, então é possível que as empresas se utilizem de debêntures para substituir empréstimos de curto prazo e de mais fácil obtenção (empréstimos-ponte) utilizados para financiar gastos passados. Como mostram as equações (3) a (8), isso é o que ocorre com maior probabilidade. Em todas as regressões, os gastos realizados com fusões e aquisições no período anterior ao da emissão apresentam coeficiente positivo e estatisticamente significativo. Com relação ao Capex em t-1, apenas quando controlado pelo Ebitda em t-1, seu coeficiente reduz-se e perde significância.⁸

O grau de alavancagem mostra-se menos importante para as emissoras de debêntures do que para as de ações. Apesar disso, seu coeficiente é significativo nas equações (3), (6), (7) e (8). Vale notar que, quando considerado em t-1, é positivo. Isto é, entre as empresas emissoras, aquelas com maior alavancagem no ano anterior ao da emissão captaram mais recursos. Isso pode ser explicado por uma tentativa de recomposição da dívida, de modo a alongar seu prazo, além de obtenção de fonte de recursos para capital de giro conforme apontado em Sant'Anna (2006). Quando considerada no mesmo período da emissão, a alavancagem apresenta coeficiente negativo. Isto é, nesse caso, as empresas com menor grau de alavancagem tendem a procurar aumentar seu endividamento por meio de títulos de longo prazo, como as debêntures. Esses dados ratificam os apresentados anteriormente a respeito dos gastos prévios com fusões e aquisições. Brevemente: as empresas realizam gastos com fusões e aquisições e capital fixo e, no período seguinte, ao constatarem que podem ampliar a parcela de dívida, sobretudo de longo prazo, na sua estrutura de capital, emitem debêntures para financiar os gastos realizados previamente. As equações (6), (7) e (8) corroboram essa hipótese e são as que apresentam o melhor R^2 ajustado.

⁸ Isso indica que os gastos com capital fixo são financiados, em sua maior parte, pela geração própria de caixa das empresas, conforme Fazzari et al. (1998), para os EUA, e Aglietta (1995), para os países da OCDE.

5. Conclusão

O mercado de capitais brasileiro está atravessando um período de rápido crescimento. Em 2007, registraram-se recordes de emissões primárias em praticamente todos os segmentos. Esse desempenho foi, em boa medida, relacionado à expansão da liquidez internacional e à trajetória de melhoria nas condições externas da economia brasileira. Em um cenário interno e externo de elevada liquidez e de maior demanda por ativos mais rentáveis, os mercados de capitais brasileiros e, em particular, os de debêntures e de ações encontraram condições para apresentar nos últimos dois anos um crescimento significativo.

A análise empírica dos dados de captação de recursos leva a crer que as empresas atuaram para aproveitar o *market timing*, decorrente do ciclo de ampla liquidez e escassez de ativos. Essa decisão de aproveitar o momento de excesso de liquidez combina com a teoria de custos de agência, segundo a qual, por causa de problemas de seleção adversa e moral *hazard*, mesmo empresas em boa situação de caixa podem ter problemas para se financiar em determinados momentos [Hollström e Tirole (2001) e Tirole (2008)]. Nesse sentido, os dados corroboram as conclusões de Prates e Leal (2005) também para empresas brasileiras.

Apesar do acesso ampliado ao mercado de capitais, pode-se dizer que seu aumento de escala não foi, no entanto, acompanhado por uma mudança estrutural mais profunda. No caso das debêntures, o número de empresas emissoras continua restrito. O *duration* e o prazo total das emissões, particularmente das empresas *ex-leasing*, ainda são relativamente curtos. O mercado secundário, por sua vez, não mostrou o mesmo vigor das operações primárias. Essas características limitam atualmente a capacidade de as debêntures atenderem às necessidades de financiamentos para a constituição de ativos fixos na indústria e na infra-estrutura.

No caso das ações, a despeito do grande crescimento, os lançamentos no mercado acionário continuaram limitados a um grupo pequeno de setores. O grande destaque no período recente foi a entrada das empresas imobiliárias, que rapidamente tomaram a liderança das emissões. Em menor medida, o mesmo acontece com o setor de alimentos. Parte significativa dos recursos captados por meio de emissão primária de ações teve como destino principal a aquisição de ativos já existentes – empresas, imóveis e terrenos. No caso da construção civil, o foco são terrenos para atender o aumento da demanda imobiliária esperada nos próximos anos. Nas empre-

sas alimentícias, em especial as de carne e derivados, os recursos captados destinam-se ao financiamento de fusões e aquisições internacionais, em resposta a uma necessidade de rápida expansão. Em mineração, transportes e energia elétrica, há uma indicação de que as captações têm como destino principal projetos de aumento de capital fixo.

Mesmo assim, há alguns importantes sinais de avanços, que podem se consolidar em mudanças mais estruturais, a depender da trajetória do mercado de capitais no futuro próximo. Nesse sentido, os ganhos em termos de auto-regulação e padronização são significativos. Todavia, a maior parte das operações destina-se à reestruturação de dívidas, fusões e aquisições e capital de giro. Desse modo, ainda é cedo para afirmar que o mercado de capitais está diante de uma trajetória que o levará a ser em breve uma alternativa consistente de financiamento a investimentos de prazo mais longo, como os destinados a ativo fixo.

Referências

- AGLIETTA, M. *Macroéconomie financière*. Paris: Éditions La Découverte, 1995.
- ARTUS, P. et al. “La crise de subprimes”. *Rapport du CAE*, n. 78, 2008.
- BIANCARELI, A. “O sistema financeiro doméstico e os ciclos internacionais de liquidez”. 2007, mimeo.
- CABALLERO, R. *On the macroeconomics of assets shortages*. Cambridge: National Bureau of Economic Research (NBER), 2006 (Working Paper, 12.753).
- EID JR., W. “Custo e estrutura de capital: o comportamento das empresas brasileiras”. *Revista de Administração de Empresas*, São Paulo, v. 36, n. 4, p. 51-59, 1996.
- FAZZARI, S. et al. “Financing constraints and corporate investment”. *Brooking Papers on Economic Activity*, n. 1, 1998.
- FOSTEL, A. & KAMINSKY, G. *Latin America's access to international capital markets: good behavior or global liquidity*. Cambridge: National Bureau of Economic Research (NBER), 2007 (Working Paper, 13.194).
- GOMES, G. & LEAL, R. “Determinantes da estrutura de capitais das empresas brasileiras com ações negociadas em bolsa de valores”. In: LEAL, R. et al. *Finanças Corporativas – Coleção Coppead de Administração*. São Paulo: Atlas, 2000.

- HOLLSTRÖM, B. & TIROLE, J. “LAPM: A Liquidity-Based Asset Pricing Model”. *Journal of Finance*, v. 56 (5), p. 1837-1867, 2001.
- MYERS, S.C. “The capital structure puzzle”. *Journal of Finance*, n. 39, July, 1984.
- NETO, J. “A consolidação do mercado de capitais brasileiro”. *Economia & Tecnologia*, ano 3, v. 11, out.-dez., 2007.
- PAGANO, M. et al. “Why do companies go public? An empirical analysis”. *Journal of Finance*, feb., 1998.
- PRATES, C. & LEAL, R. “Algumas considerações sobre os determinantes da estrutura de capital nas empresas brasileiras”. *Revista do BNDES*, v. 12, n. 23, p. 201-218, jun., 2005.
- ROSS, S. A. et. al. *Administração financeira*. São Paulo: Atlas, 2007.
- TIROLE, J. “Liquidity shortages: theoretical underpinnings”. *Financial Stability Review – Special issue on liquidity*. Paris: Banque de France, n. 11, p. 53-63, 2008.
- SANT’ANNA, A. “Crescimento de debêntures financia capital de giro”. *Visão do Desenvolvimento*, Rio de Janeiro, BNDES, n. 5, 2006.
- ZONENSCHAIN, C. “Estrutura de capital das empresas no Brasil”. *Revista do BNDES*, v. 5, n. 10, p. 63-92, dez. 1998.

